

METODYKA WYZNACZANIA STOPY DYSKONTOWEJ W PODEJŚCIU DOCHODOWYM

(głos w dyskusji środowiskowej na temat noty interpretacyjnej podejścia dochodowego)

Przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym i realnym:

Przez przepływy pieniężne w ujęciu nominalnym rozumie się przepływy pieniężne, w których zakładany przyszły wzrost cen (inflacja) i związany z tym wzrost stawek czynszu oraz kosztów utrzymania i eksploatacji nieruchomości jest bezpośrednio odwzorowany w prognozie dochodów oraz wydatków operacyjnych. Przepływy pieniężne wyrażone w ujęciu nominalnym należy dyskontować przy użyciu stopy dyskontowej wyrażonej w tzw. ujęciu nominalnym (zgodnie z zasadą współmierności stóp i dochodów).

Przez przepływy pieniężne w ujęciu realnym rozumie się przepływy pieniężne, w których zakładany wzrost cen (inflacja) i związany z tym wzrost stawek czynszu oraz kosztów utrzymania i eksploatacji nieruchomości nie jest odwzorowany w prognozie dochodów oraz wydatków operacyjnych. Przepływy pieniężne wyrażone w ujęciu realnym należy dyskontować przy użyciu stopy dyskontowej wyrażonej w tzw. ujęciu realnym (zgodnie z zasadą współmierności stóp i dochodów).

Należy zaznaczyć, iż stawki czynszu oraz koszty i wydatki operacyjne mogą cechować się inną dynamiką, niż dynamika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (inflacja). W szczególności dochody z wynajmu w pewnym analizowanym okresie mogą być stałe w ujęciu nominalnym (np. umowy z czynszem stałym), co jednocześnie oznacza ich spadek w ujęciu realnym, albo też dynamika przychodów może wynikać z pewnych szczególnych warunków umów najmu (np. umowy z czynszem krocącym). Każdorazowo dynamika stawek czynszu i związanych z nimi dochodami oraz kosztów i wydatków operacyjnych powinna być właściwie odwzorowana, poprzez odpowiednie skorygowanie przepływów, w zależności tego, czy są wyrażone w ujęciu nominalnym, czy też realnym.

Z punktu widzenia matematyki finansowej nie ma znaczenia, czy przepływy pieniężne są wyrażone w ujęciu nominalnym i dyskontowane przy użyciu stopy wyrażonej w ujęciu

nominalnym, czy też są wyrażone w ujęciu realnym i dyskontowane przy użyciu stopy wyrażonej w ujęciu realnym. W obydwu tych przypadkach poziom zakładanej inflacji jest bowiem wprost uwzględniony w przyjętym modelu wyceny – w przypadku konwencji przepływów nominalnych poziom inflacji jest uwzględniany wprost w prognozowanych dochodach i wydatkach, podczas gdy w konwencji przepływów realnych poziom inflacji jest uwzględniona wprost w stopie dyskontowej. Poziom oszacowanej wartości nie zależy od przyjętej w wycenie konwencji modelowania przepływów pieniężnych, a wyboru modelu dokonuje rzeczoznawca majątkowy.

Zasada współmierności stóp i dochodów:

Stosowana stopa dyskontowa powinna być adekwatna (współmierna) do przepływów pieniężnych objętych dyskontowaniem. Z punktu widzenia określania wartości rynkowej nieruchomości, jak również innych rodzajów wartości, należy w szczególności wyróżnić następujące przypadki zastosowania zasady współmierności stóp i dochodów:

- Jeżeli dyskontowaniu podlegają dochody wyrażone w ujęciu nominalnym, to do ich dyskontowania stosuje się stopę wyrażoną w ujęciu nominalnym, czyli stopę nie skorygowaną ze względu na poziom zakładanej przyszłej inflacji. Natomiast jeżeli dyskontowaniu podlegają dochody wyrażone w ujęciu realnym, do dyskontowania stosuje się stopę wyrażoną w ujęciu realnym, tj. stopę skorygowaną ze względu na poziom zakładanej przyszłej inflacji.
- Jeżeli dyskontowaniu podlegają dochody występujące w okresach rocznych, to do ich dyskontowania stosuje się stopy dyskontowe wyrażone w ujęciu rocznym. Jeżeli dyskontowaniu podlegają dochody występujące w okresach krótszych, niż okres roczny (np. przepływy kwartalne lub miesięczne), to do ich dyskontowania należy stosować adekwatne okresowe stopy dyskontowe (odpowiednio kwartalne lub miesięczne).

W przypadku przepływów okresowych możliwe jest dokonanie dyskontowania przy użyciu stopy dyskontowej wyrażonej w ujęciu rocznym. W takim przypadku wykładnik potęgi występujący we współczynniku dyskontującym powinien być konsekwentnie wyrażony jako odpowiedni (adekwatny) ułamek okresu rocznego.

- W przypadku dyskontowania dochodów przed lub po opodatkowaniu podatkiem dochodowym, powinno się stosować odpowiednio stopy dyskontowe wyznaczone w oparciu o wyniki analizy przepływów pieniężnych przed albo po opodatkowaniu podatkiem dochodowym.

Stopa procentowa:

Stopa procentowa jest pewną ułamkową liczbą, która odzwierciedla wzajemną zależność pomiędzy przepływami pieniężnymi występującymi w różnych okresach. Powszechnie obowiązująca jest konwencja, zgodnie z którą stopy procentowe są prezentowane (1) w ujęciu rocznym oraz (2) jako stopy wyrażone w ujęciu nominalnym.

Stopa zwrotu:

Przez stopę zwrotu rozumie się stopę procentową, która, przy spełnieniu dodatkowych założeń, zrównuje początkowy nakład inwestycyjny (np. cenę zakupu nieruchomości) z przyszłymi przepływami pieniężnymi z tej inwestycji. Stopę zwrotu najczęściej wyznacza się stosując zależność na tzw. wewnętrzną stopę zwrotu IRR. Z punktu widzenia zasad analizy inwestycji należy wyróżnić w szczególności następujące stopy zwrotu:

- Zrealizowana stopa zwrotu – stopa zwrotu wyznaczona na podstawie rzeczywiście poniesionego nakładu inwestycyjnego i rzeczywiście zrealizowanych przepływów pieniężnych.
- Spodziewana stopa zwrotu – stopa zwrotu wyznaczona na podstawie rzeczywiście poniesionego lub zakładanego nakładu inwestycyjnego i przepływów pieniężnych spodziewanych w dacie dokonywania tego nakładu lub analizy.
- Wymagana stopa zwrotu – stopa zwrotu wymagana przez inwestora, biorąc pod uwagę poziom przewidywanych przepływów pieniężnych oraz związane z nimi ryzyko. Wymagana stopa zwrotu może być obliczona na podstawie szacunkowej wartości, jaką, zdaniem inwestora, przedstawia sobą dany przedmiot inwestycji oraz przepływów pieniężnych spodziewanych z inwestycji w dacie dokonywanej analizy. Wymagana stopa zwrotu jest zarazem synonimem stopy dyskontowej.

Stopa wolna od ryzyka:

Stopa wolna od ryzyka jest to taka stopa zwrotu, której zrealizowanie jest pewne. Oznacza to, iż w dacie inwestycji istnieje pewność, że zrealizowana stopa zwrotu będzie równa spodziewanej stopie zwrotu.

Z formalnego punktu widzenia stopami wolnymi od ryzyka są stopy procentowe związane z pewnymi szczególnymi instrumentami finansowymi. Rentowność obligacji skarbowych o oprocentowaniu stałym formalnie nie jest stopą wolną od ryzyka. Ponieważ jednak są to instrumenty finansowe wolne od ryzyka zmienności dochodów oraz wolne od ryzyka niewywiązania się z warunków umowy, dla potrzeb szacowania wartości nieruchomości można traktować rentowność tych obligacji jako stopę wolną od ryzyka.

Nie wyklucza się stosowania innych instrumentów finansowych rynku kapitałowego jako podstawy wyznaczania poziomu stopy zwrotu wolnej od ryzyka. Powinny to być jednak długoterminowe instrumenty finansowe o przepływach pieniężnych wolnych od ryzyka zmienności oraz o pomijalnym ryzyku niewywiązania się z warunków umowy.

Stopa dyskontowa – identyfikacja rodzajów ryzyka:

Przyjmuje się, że poziom stopy dyskontowej jest uzależniony od oceny ryzyka wysokości przyszłych przepływów pieniężnych. Z tego punktu widzenia jakakolwiek inwestycja na rynku nieruchomości obciążona jest istotnie wyższym ryzykiem, niż inwestycja w wolny od ryzyka instrument rynku kapitałowego. Oznacza to, że stopa dyskontowa właściwa do dyskontowania dochodów z nieruchomości musi być wyższa od stopy wolnej od ryzyka. Z punktu widzenia wyceny nieruchomości pod pojęciem ryzyka należy przede wszystkim rozumieć możliwość (ryzyko) zrealizowania w przyszłości dochodów na poziomie innym, niż to było zakładane. Z tego punktu widzenia zmiana poziomu dochodów lub wydatków, w tym w szczególności spadek dochodów lub wzrost wydatków, nie jest efektem działania czynnika ryzyka, o ile tylko poziom tych zmian był znany w dacie inwestycji lub wyceny, gdyż z tego punktu widzenia poziom tych zmian był pewny i nie obciążony ryzykiem.

Biorąc pod uwagę rynek nieruchomości, głównymi czynnikami ryzyka, które należy wziąć pod rozwagę są te czynniki, które (1) cechuje zmienność, a zarazem (2) poziom dochodów z nieruchomości jest istotnie wrażliwy na ich zmienność. Dobór czynników ryzyka, które należy wziąć pod rozwagę przy szacowaniu stopy dyskontowej, może być poprzedzony odpowiednio analizą zmienności oraz analizą wrażliwości.

Biorąc pod uwagę ryzyko, które ma być odwzorowane w stopie dyskontowej, należy mieć na uwadze (1) ryzyko systematyczne, w tym w szczególności ryzyko rynkowe oraz (2) ryzyko specyficzne, związane bezpośrednio z wycenianą nieruchomością.

Poziom ryzyka rynkowego zależy od zmienności rynkowych cen i stawek czynszu, stóp procentowych, względnie kursów walutowych oraz od wpływu tej zmienności na poziom dochodów. Czynnikiem ryzyka specyficznego są z kolei te elementy stanu nieruchomości, z których wynikać może realizowanie dochodów na poziomie innym, niż przewidywany (np. niewywiązanie się najemców z obowiązujących umów najmu). Do czynników ryzyka specyficznego zalicza się także elementy stanu otoczenia nieruchomości, które mogą mieć wpływ na poziom przyszłych dochodów. Przykładem takich czynników ryzyka może być realizacja konkurencyjnej inwestycji w bezpośrednim sąsiedztwie lub planowane zmiany zapisów w miejscowych planach zagospodarowania przestrzennego, które mogłyby mieć wpływ na poziom przyszłych dochodów.

Stopa dyskontowa – metodyka określania wartości:

W zależności od ilości oraz charakteru danych rynkowych, jak też specyfiki wycenianej nieruchomości, wyznaczenie stopy dyskontowej może być możliwe (1) bezpośrednio na podstawie analizy danych z rynku nieruchomości podobnych lub nieruchomości, których zakup stanowi rozsądną alternatywę inwestycyjną, (2) poprzez analizę stóp kapitalizacji określonego rodzaju, których poziom jest publikowany przez firmy monitorujące rynek nieruchomości, (3) poprzez analizę inwestycji pośrednich na rynku nieruchomości, np. obrotu akcjami lub udziałami spółek nieruchomościowych, (4) poprzez analizę poziomu rentowności instrumentów finansowych rynku nieruchomości, np. indeksów rynkowych lub stóp rentowności obligacji wybranych spółek, (5) poprzez zastosowanie określonych modeli, np. model WACC oparty na wskaźniku LTV, albo też (6) na podstawie dokonanej analizy jakościowej dostępnych danych rynkowych.

W przypadku wyceny nieruchomości, dla których rynek nie jest rozwinięty ani efektywny, dopuszcza się przyjęcie stopy dyskontowej wyłącznie w oparciu o jakościową analizę dostępnych danych. W takiej sytuacji zaleca się, by rzeczoznawca wiarygodnie uzasadnił przyjęty poziom stopy dyskontowej, w szczególności zaś dowiódł, że przyjęta do obliczeń stopa dyskontowa jest wyższa od wymaganych stóp z inwestycji w nieruchomości, dla których rynek jest bardziej rozwinięty i bardziej efektywny, a co za tym idzie inwestycje te są obciążone niższym ryzykiem. Należy przy tym zaznaczyć, iż w przypadku wybranych czynników ryzyka specyficznego, analityczne wyznaczenie odpowiadającej im premii za ryzyko jest z reguły niemożliwe. W takim przypadku rzeczoznawca majątkowy powinien wskazać, o ile przyjęta w wycenie stopa dyskontowa jest wyższa, od wymaganych stóp zwrotu z nieruchomości, które nie są obciążone tego typu rodzajem ryzyka.

Jeżeli stopa dyskontowa nie została wyznaczona w oparciu o analizę danych dotyczących nieruchomości podobnych, rzeczoznawca majątkowy powinien zaprezentować przyjęty poziom stopy dyskontowej jako sumę stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko. W miarę możliwości rzeczoznawca majątkowy powinien zaprezentować premię za ryzyko jako sumę premii za ryzyko systematyczne (ryzyko związane z inwestowaniem na rynku nieruchomości określonego rodzaju) oraz premii za ryzyko specyficzne (ryzyko związane ze stanem wycenianej nieruchomości). Postulowany sposób prezentacji przyjętej stopy dyskontowej nie oznacza konieczności analitycznego wyznaczenia premii za ryzyko. W szczególności prezentowany poziom premii za ryzyko można wyznaczyć jako różnicę przyjętej stopy dyskontowej oraz stopy wolnej od ryzyka.